

## תיבה ד'-2: השקעות משקי הבית בניירות ערך

- נכון לסוף 2021 ישנם כ-908 אלפי חשבונות מסחר של יחידים תושבי ישראל, שהם כשליש ממשקי הבית בישראל.
- משקי הבית בישראל הגדילו את השתתפותם בשוק ההון בתקופת משבר הקורונה, וזאת בדומה למגמה במדינות אחרות בעולם.
- ההחזקות של משקי הבית בניירות ערך מתפלגות כמעט שווה-בשווה בין החזקות בקרנות נאמנות, בעיקר מקומיות, להחזקות במישרין בניירות ערך. ההחזקות במישרין ממוקדות בעיקר במניות, הן בישראל והן בחו"ל, וזאת בניגוד להשקעות שהגופים המוסדיים וקרנות הנאמנות מבצעים עבור משקי הבית, שמתמקדות בנכסים סולידיים יותר.
- ההחזקות-במישרין של משקי הבית באג"ח קונצרניות ובמניות דומות מבחינת סדרי הגודל לשיעור נכסי הסיכון הללו המוחזק בידי משקי הבית בעקיפין באמצעות קרנות הנאמנות. לפיכך, כאשר בוחנים את הסיכון למכירות בהיקפים משמעותיים במקרה של משבר חשוב להתייחס להחזקות של משקי הבית בניירות ערך הן בעקיפין דרך קרנות הנאמנות והן במישרין.

### רקע וסקירת הספרות

משקי הבית בישראל הגדילו את השתתפותם בשוק ההון בתקופת משבר הקורונה, החל באפריל 2020, וזאת בדומה למגמה במדינות אחרות. גידול ההשתתפות של משקי הבית בשוק ההון צפוי לתרום ליכולתם לשמר ולהגדיל את עושרם תוך שמירה על רמת סיכון נאותה, אבל הוא גם עלול להגביר את המכירות של נכסי סיכון בשעת משבר, וכך להחריף את המשבר בשווקים הפיננסיים. לנוכח משקלם הלא-מבוטל של משקי הבית בשוק ההון וגידול החזקותיהם בניירות ערך בשנתיים האחרונות חשוב להבין את התנהגותם כמשקיעים בשוק ההון. תיבה זו סוקרת, לראשונה בישראל, את ההחזקות במישרין (בניגוד להחזקות העקיפות באמצעות קרנות נאמנות, קרנות פנסיה וכדומה) של משקי הבית בניירות ערך הנסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב.<sup>1</sup>

משקי בית הרוצים לחסוך כסף מהכנסתם השוטפת לצורך שימוש עתידי עושים זאת בדרך כלל באמצעות השקעה בפיקדונות, בנדל"ן (ובפרט דירות) או בניירות ערך הנסחרים בבורסה, במישרין או באמצעות מוצרי חיסכון מנוהל. השקעה בבורסה, ובפרט במניות, מאפשרת למשקי בית לשמור על הונם ואף להגדיל אותו במידה משמעותית, שכן כפי שהניסיון מלמד שוקי המניות בעולם נוטים להניב תשואה גבוהה משמעותית, בוודאי בטווח הארוך, ביחס להשקעה בנכסים כאג"ח ממשלתיות ופיקדונות. (תופעה זו נקראת פרמיית המניות). אף על פי כן הנתונים במדינות רבות בעולם מראים שמרבית משקי הבית אינם משקיעים במישרין במניות (Mankiw and Zeldes, 1991; Haliassos and Bertaut, 1995; Bucher-Koenen et al., 2021).

משקי בית יכולים להשקיע בבורסה במישרין או באופן עקיף באמצעות גופים שמנהלים את השקעותיהם. ההשקעות העקיפות מבוצעות בעיקר באמצעות גופי חיסכון לטווח בינוני ארוך (קרנות פנסיה, תוכניות ביטוח וקופות גמל והשתלמות) ובאמצעות קרנות נאמנות. משקי הבית מגלים נטייה נמוכה לפדות או להזיז חסכונות בגופי החיסכון לטווח הבינוני-ארוך הן עקב טווח ההשקעה והן עקב הטבות המס הגלומות בהשקעות אלה, אשר מותנות במשך ההשקעה. (להרחבה ראו תיבה ד'-1 "משיכות ממוצרי החיסכון השונים בתקופות משבר" בדוח בנק ישראל לשנת 2020).

<sup>1</sup> הביטוי המקובל בספרות המחקרית בנושא זה הוא retail investors, שאותו ניתן לתרגם מילולית כמשקיעים קמעונאיים. לשם הפשטות והאחידות נשתמש לאורך התיבה בביטוי משקי בית. הנתונים בתיבה מבוססים ברובם על ההחזקות של יחידים תושבי ישראל בניירות ערך; יחידים תושבי ישראל כוללים משקי בית קטנים, אבל גם משקי בית עשירים יותר, ובכלל זה בעלי עניין בחברות, שההחזקות שלהם בחברה הן ישירות על שמם, ולא באמצעות חברה אחרת.

זאת נטייתם של משקי הבית להכניס שינויים בהשקעותיהם בקרנות הנאמנות גבוהה יותר, ולכן אלה יכולים גם להשפיע על המחירים בבורסה (Ben-Rephael, Kandel and Wohl, 2012). משקי הבית המשקיעים במישרין בבורסה צפויים גם הם לבצע יותר פעולות, וכך לתרום לנזילות הבורסה (Ozik et al., 2021). עם זאת טוענים חלק מהחוקרים שמשקי הבית המשקיעים בשוק ההון מבצעים שגיאות שיטתיות (Barber and Odean, 2000) והתנהגות עדרית שלהם עלולה להביא לניפוח מחיריהן של מניות מסוימות (Barber et al., 2021) בניגוד לאלה, אחרים מייחסים להם יכולת חיזוי מסוימת (Boehmer et al., 2021).

מחקר חדש מראה ששוק המניות גמיש פחות מכפי שכלכלנים העריכו בעבר, כך שכסף חדש אשר נכנס לשוק זה מביא לנסיקה של מחירי המניות, וכסף יוצא מביא לצניחתם (Gabaix and Koijen, 2021). להבנת התנהגותם של משקי הבית בשוק ההון, כמשקיעים ישירים וכמשקיעים באמצעות קרנות נאמנות, נודעת אפוא חשיבות רבה, שכן הם נוטים להכניס כסף לשוק המניות ולהוציא ממנו כסף בתדירות גבוהה יותר מאשר גופי החיסכון לטווח בינוני-ארוך. זאת הן משום שהם אינם כפופים להגבלות השונות המוטלות על המשקיעים המוסדיים, שמנהלים את החסכונות ארוכי הטווח של הציבור, והן משום שהם מושפעים יותר משינויים בהעדפות או בסנטימנט (Kumar and Lee, 2006). בישראל נמצא כי צבירות מהירות בקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח-חברות תרמו לסטייה של מרווחי אגרות החוב ביחס לגורמי היסוד (גראם-רוזן, וידר ומיכלסון, 2021).

המשבר הבריאותי והכלכלי שחולל וירוס ה-COVID-19 ברחבי העולם הוביל לתופעה פיננסית וחברתית מפתיעה – זינוק של פעילות משקי הבית בניירות ערך (Pagano et al., 2021). ראיות להתרחבות המסחר והפתיחה של חשבונות חדשים היו עוד בשיאו של המשבר (Ortmann et al., 2020). השילוב בין גידול החיסכון והזמן הפנוי כתוצאה מהמשבר וצמיחתן של פלטפורמות מסחר חדשות, ובראשן Robinhood, הביא לגידול משמעותי של השתתפות משקי הבית במסחר בבורסה בארה"ב, דבר שסייע לנזילות בשוק האמריקאי בתקופת המשבר (Ozik et al., 2021).

## החזקות משקי הבית בישראל בניירות ערך

בדצמבר 2021 היו בישראל כ-908 אלפי חשבונות ניירות ערך של יחידים תושבי ישראל. בהנחה המפשטת שכל משק בית מחזיק רק חשבון אחד למסחר בניירות ערך,<sup>2</sup> כשליש ממשקי הבית בישראל מחזיקים חשבון למסחר בניירות ערך.<sup>3</sup> בסך הכול משקי הבית הללו מחזיקים במישרין כ-27% מהשווי הכולל של ניירות הערך הנסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב.<sup>4</sup>

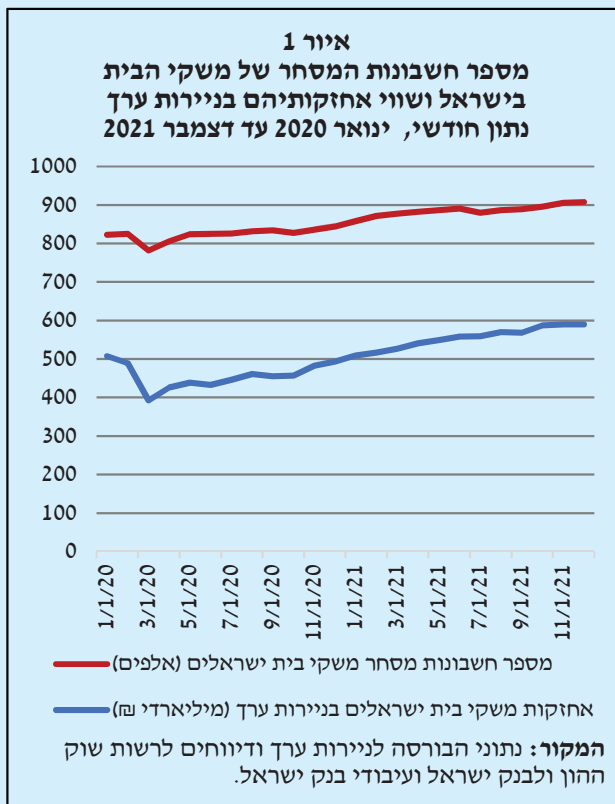
מהנתונים עולה שגם בישראל, בדומה לממצאים בעולם, שתוארו לעיל, גדל מספר משקי הבית הפעילים בבורסה. לאחר ירידה בתחילת המשבר, מסוף חודש מרץ 2020 עד דצמבר 2021, נסק מספר חשבונות ניירות הערך המשוויכים למשקי בית ב-16%. העלייה של מספר משקי הבית הסוחרים בניירות ערך ועמן העליות התלולות של שווי ניירות הערך בישראל ובעולם העלו ב-50% את שווי החזקות של משקי הבית בניירות ערך גם ביחס לשיא המשבר במרץ 2020 (איור 1). בחינה של סכומי הרכישות והמכירות בחשבונות שהיו קיימים לכל אורך התקופה מינואר 2020 עד דצמבר 2021 (כולל) מלמדת על שונות גדולה במידת הפעילות של משקי הבית המחזיקים בניירות ערך. כ-16% ממשקי הבית הנבחנו לא ביצעו אפילו שינוי אחד בתיק במהלך השנתיים האחרונות, ולעומתם כ-8% ממשקי הבית קנו ומכרו ניירות ערך בסכום גבוה פי יותר מחמישה מסך החזקותיהם בניירות ערך בתחילת התקופה הנבחנת.

העלייה בפתיחה של חשבונות למסחר בניירות ערך התמקדה בבתי ההשקעות: מספר החשבונות למסחר בניירות ערך בבתי ההשקעות עלה ממרץ 2020 ב-86%, ל-83 אלפי חשבונות בדצמבר 2021. בהתאם לכך, חלקם של חשבונות

<sup>2</sup> אם לאותו משק בית יש חשבונות מסחר אצל חברי בורסה שונים הם לא יאוחדו ויזוהו כנפרדים.

<sup>3</sup> לפי אומדני הלמ"ס, נכון לשנת 2020 היו בישראל 2,710,700 משקי בית.

<sup>4</sup> לצורכי חישוב שווי ניירות הערך בבורסה נלקח שווי שוק של ניירות הערך הבאים: אג"ח ממשלתיות, מק"ם, אג"ח קונצרניות ומניות, הנסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב.



המסחר בבתי ההשקעות בסך חשבונות המסחר, שעמד במרץ 2020 על פחות מ-6%, הגיע בדצמבר 2021 ל-9%. ל-38% ממשקי הבית המחזיקים ניירות ערך באמצעות הבנק אין החזקה בניירות ערך ספציפיים, אלא רק בקרנות נאמנות ובקרנות סל. לעומת זאת רק ל-20% ממשקי הבית המחזיקים ניירות ערך באמצעות בית השקעות אין החזקה בניירות ערך ספציפיים.

### התפלגות החזקות של משקי הבית בישראל בניירות ערך

נכון לסוף שנת 2021, שווי ההחזקות של משקי הבית בישראל בניירות ערך התפלג כמעט שווה בשווה בין החזקות בקרנות נאמנות להחזקות במישרין בניירות ערך (איור 2א). מרבית ההחזקות בקרנות הנאמנות הן בקרנות מקומיות, ומיעוטן בקרנות זרות (איור 2ב). ההחזקות במישרין של משקי הבית בניירות ערך ממוקדות במניות, הן בישראל והן בחו"ל, אך הם השקיעו גם באג"ח-חברות בארץ, ובמידה פחותה באג"ח ממסליות בארץ ובאג"ח-חברות בחו"ל (איור 2ג). ההשקעה המסיבית של משקי הבית במניות בולטת בהשוואה לקרנות הנאמנות (איור 3א), ובמיוחד

בהשוואה למשקיעים המוסדיים (איור 3ב), שהתיק שהם מנהלים עבור משקי הבית מושקע בנכסים סולידיים הרבה יותר.<sup>5</sup> הנטייה של משקי הבית להשקיע בנכסים המסוכנים יותר דווקא במישרין ולא באמצעות הגופים המוסדיים מפתיעה במידת מה, משתי סיבות:

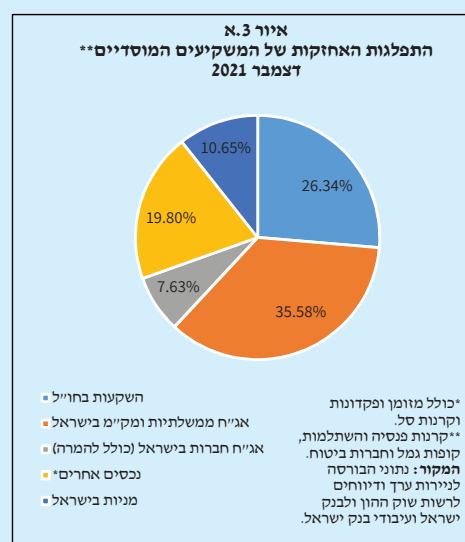
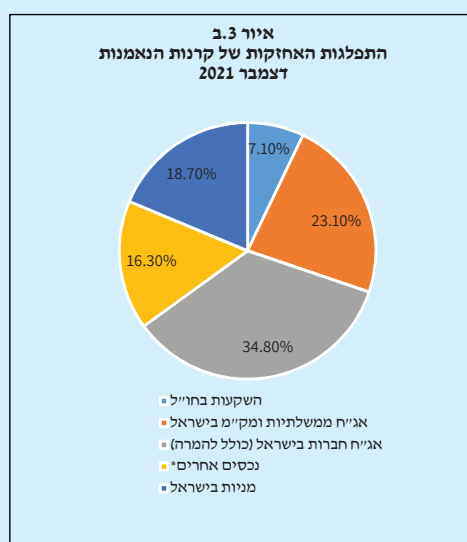
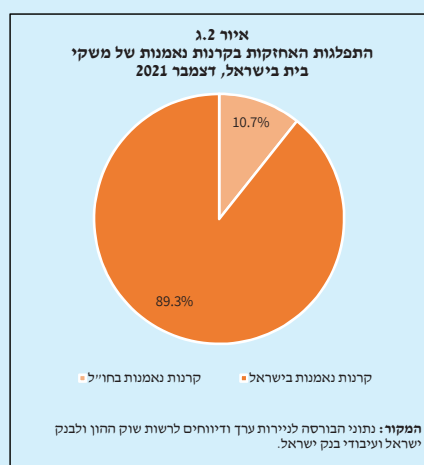
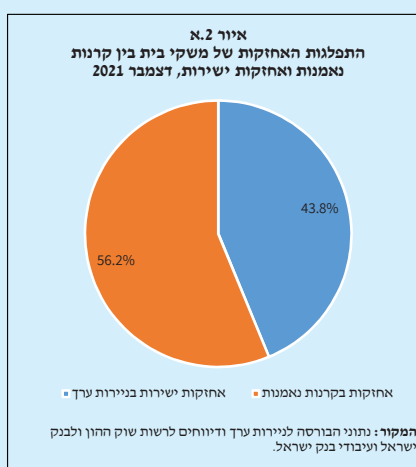
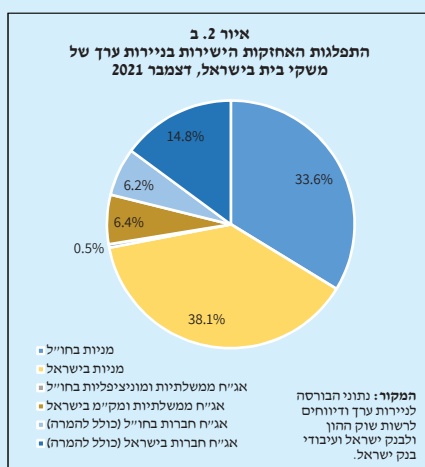
(א) יש יתרון להשקעה דווקא של החסכוניות לטווח-ארוך (שהם עיקר נכסי המשקיעים המוסדיים) בנכסי סיכון, משום שבטווח הארוך התנודתיות שבה נכסי הסיכון לוקים בטווח הקצר פוחתת.

(ב) המשקיעים המוסדיים נהנים מיתרון במיסוי, ויתרון זה משמעותי יותר לנכסי סיכון שתשואתם הצפויה בממוצע לאורך זמן גבוהה מזו של נכסים סולידיים יותר.

הבדלים בהרכב ההשקעות בין ההחזקות במישרין לבין ההחזקות באמצעות הגופים המוסדיים וקרנות הנאמנות עשויים לנבוע מהבדלים בין החוסכים באפיקים השונים או מרצון של משקי הבית הרוכשים ניירות ערך במישרין לבחור בניירות ערך מסוימים, ובפרט במניות מסוימות, בציפייה לתשואות עודפות.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> בניכוי קרנות הפנסיה הוותיקות, שהחוסכים בהן קרובים יותר לפרישה והן מחזיקות בתיק סולידי במיוחד, שיעור ההחזקות של המשקיעים המוסדיים במניות ובנכסי-סיכון ככלל גדול יותר, אבל הוא עדיין נמוך במידה רבה משיעורן בתיק ההחזקות הישירות של משקי הבית.

<sup>6</sup> כפי שצוין גם בהערה 1 לעיל, חלק מההחזקות של משקי הבית במניות בבורסה לניירות ערך בתל אביב הן למעשה החזקות-במישרין של בעלי-עניין בחברות. עסאות, החזקות של בעלי עניין אינן יכולות להסביר את שיעור החזקות הגבוה של משקי הבית במניות בחו"ל, וכפי שעולה מאיור 8 להלן, הן גם אינן חלק הארי של החזקות משקי הבית במניות בישראל.



## הסיכונים הכרוכים בהחזקות של משקי בית בניירות ערך

לצד היתרונות של ההשתתפות בבורסה למשקי הבית ולמשק, החזקות משמעותיות של משקי בית בנכסים פיננסיים מסוכנים – מניות ואג"ח-חברות – גם חושפות אותם לירידה של שווי חסכוניותיהם בתקופות של ירידות בשווקים. זאת ואף זאת, אם משקי הבית מגיבים על הירידות בשווקים במכירה של הנכסים הפיננסיים הם עלולים להביא גם להחרפה של ירידות המחירים. בשנים האחרונות התפתחה ספרות מחקרית הבוחנת את ההשפעה השלילית של מכירות נכסים על ידי קרנות נאמנות עקב פדיונות של משקי הבית המחזיקים בקרנות (לדוגמה: Goldstein et al., 2017; Falato et al., 2021). משבר הקורונה המחיש את הסיכון של פדיונות משמעותיים בקרנות הנאמנות ואת השפעתם הפוטנציאלית על השווקים הפיננסיים בישראל ובעולם. (להרחבה ראו התיבה "ההתפתחויות בשוק אג"ח-חברות במהלך המשבר" בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2020 ופרק מחירי הנכסים בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2021).

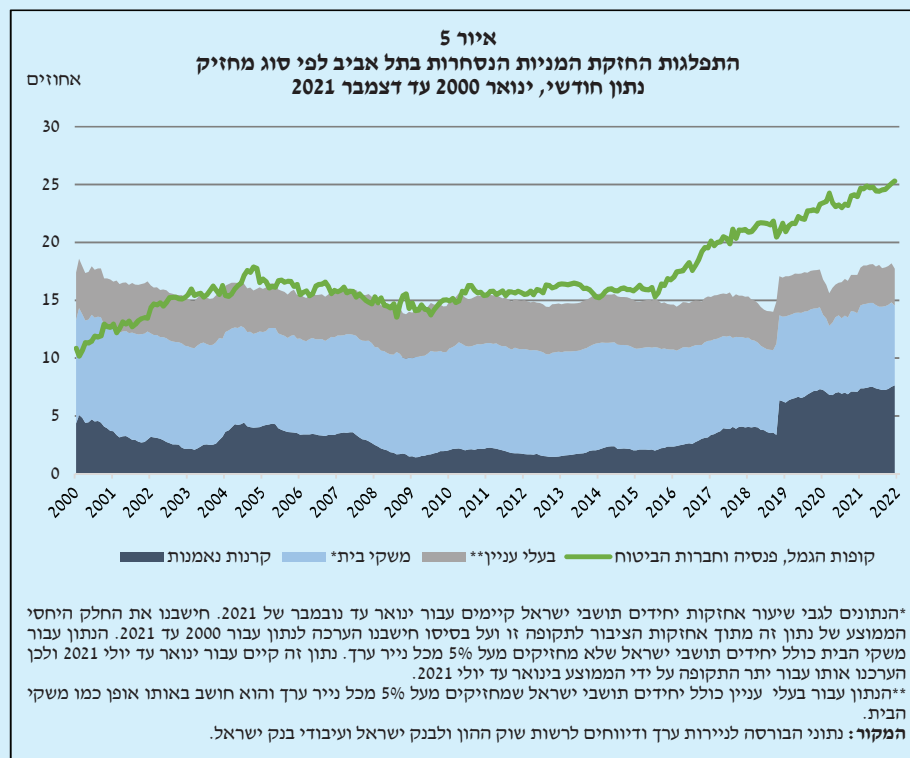
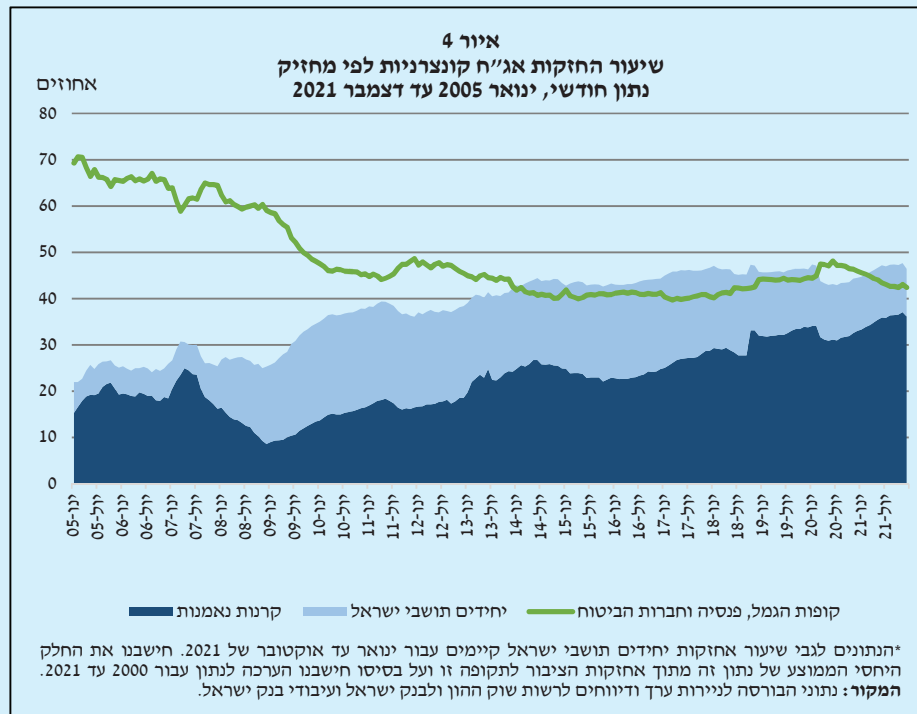
ואולם, כפי שהנתונים דלעיל ממחישים, משקי בית אינם משקיעים בנכסי סיכון רק באמצעות קרנות נאמנות, אלא גם במישרין. ההחזקות במישרין של משקי-הבית בישראל במניות ובאג"ח-חברות מגדילות את החשש שבשעת משבר פדיונות של משקי הבית מקרנות הנאמנות ומכירות של נכסי סיכון במישרין על ידי משקי הבית יביאו ללחץ היצע משמעותי בשוק המניות ו/או בשוק אג"ח-החברות. כך במרץ 2020 כאשר השווקים הפיננסיים נפלו בחדות בשל חששות מההשפעות הכלכליות של נגיף הקורונה, מכרו משקי בית 15% מהחזקותיהם בקרנות הנאמנות ו-5% מהחזקותיהם במישרין בניירות ערך. במבט רחב יותר, בשנים 2020–2021 היה מתאם של 85% בגורם הכמות (שהוא השינוי החודשי בהחזקות שאינו נובע משינויים במחירי ניירות הערך או משינויים בשער החליפין) בין השינוי בהחזקות של משקי הבית בקרנות נאמנות לבין השינוי בהחזקותיהם במישרין בניירות ערך.

מאמר חדש בחן את ההשפעה של מכירות על מחירי המניות ומצא שכל דולר אשר יוצא משוק המניות מביא לירידה של כ-5 דולרים בשווי המצרפי של השוק, וירידה זו היא מתמשכת, כי אין בשווקים מספיק ארביטראז'רים כדי להבטיח, באמצעות קניות ומכירות, התאמה מהירה בחזרה של המחירים (Gabaix and Koijen, 2021). כפי שניתן לראות באיורים 4 ו-5, ההחזקות במישרין של משקי הבית באג"ח קונצרניות ובמניות, בהתאמה, דומות מבחינת סדרי הגודל לשיעור נכסי הסיכון האלה שמוחזק בידי משקי הבית בעקיפין באמצעות קרנות הנאמנות.<sup>7</sup> כתוצאה מכך משקי הבית בישראל מחזיקים במישרין ובעקיפין בכ-46% מהאג"ח הקונצרניות ובכ-15% מהמניות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. המשמעות היא שהסיכון למכירות בהיקפים משמעותיים במקרה של משבר גבוה יותר מכפי שעולה מהתבוננות רק בהחזקות של קרנות הנאמנות בנכסי הסיכון.

## סיכום

משקי הבית בישראל הגדילו את השתתפותם בשוק ההון על רקע משבר הקורונה, וזאת בדומה למגמה במדינות אחרות. גידול השתתפותם של משקי הבית בשוק ההון צפוי לתרום ליכולתם לשמר ולהגדיל את עושרם תוך שמירה על רמת סיכון נאותה, אבל הוא גם עלול לתרום להיצע המכירות במצבי משבר, וכך להחריף את הלחץ על המחירים של נכסי סיכון ואת הפגיעה בכלל המשקיעים. השיעור המשמעותי של ההחזקות של משקי בית בנכסי סיכון במישרין לצד החזקותיהם בנכסים אלה באמצעות קרנות הנאמנות מחייב המשך של ניתוח החזקותיהם בשוק ההון לשם הבנת הסיכון ל"מכירות חיסול" (fire sales) בעתות משבר.

<sup>7</sup> מלבד ההחזקות המפורטות באיורים ישנן גם החזקות גם של זרים ושל חברות. ההבחנה בין משקי בית, יחידים שהם בעלי עניין בחברות הנבחרות וחברות נעשתה על-בסיס הנתונים לשנים 2020–2021. בשאר התיבה השתמשנו בביטוי משקי בית ביחס לכל היחידים תושבי ישראל, כולל בעלי עניין בחברות.



## ביבליוגרפיה

מ' גראם-רוזן, ח' וידר ח' וני' מיכלסון (2021). הגורמים המשפיעים על מרווחי איגרות החוב התאגידיות, סדרת מאמרים לדיון, חטיבת המחקר בבנק ישראל

Barber, B.M., X. Huang, T Odean, and C. Schwarz (2021). "Attention induced trading and returns: Evidence from robinhood users", *The Journal of Finance*, Forthcoming.

Barber, B.M. and T Odean, (2000). Trading is hazardous to your wealth: "The common stock investment performance of individual investors", *The Journal of Finance*, 55(2), 773–806.

Ben-Rephael, A., S. Kandel and A. Wohl (2012). "Measuring investor sentiment with mutual fund flows", *Journal of Financial Economics*, 104(2), 363–382.

Boehmer, E., C.M. Jones and X. Zhang (2021). "Tracking retail investor activity", *The Journal of Finance*, 76(5), 2249–2305.

Bucher-Koenen, T., R.J. Alessie, A. Lusardi and M. Van Rooij (2021). Fearless woman: Financial literacy and stock market participation (No. w28723). National Bureau of Economic Research.

Falato, A., Hortacsu A. D. Li and C. Shin, (2021). "Fire-sale spillovers in debt markets", *The Journal of Finance*, 76(6), 3055–3102.

Gabaix, X. and Koijen, R.S., 2021. In search of the origins of financial fluctuations: The inelastic markets hypothesis (No. w28967). National Bureau of Economic Research.

Goldstein, I., H. Jiang and D.T. Ng, (2017). "Investor flows and fragility in corporate bond funds", *Journal of Financial Economics*, 126(3), 592–613.

Mankiw, N.G. and S.P. Zeldes (1991). "The consumption of stockholders and nonstockholders", *Journal of Financial Economics*, 29(1), 97–112.

Ortmann, R., M. Pelster and S.T. Wengerek (2020). "COVID-19 and investor behavior", *Finance Research Letters*, 37, 101717.

Ozik, G., R. Sadka and S. Shen, (2021). "Flattening the illiquidity curve: Retail trading during the COVID-19 lockdown", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(7), 2356–2388.

Pagano, M.S., J. Sedunov and R. Velthuis (2021). "How did retail investors respond to the COVID-19 pandemic? The effect of Robinhood brokerage customers on market quality", *Finance Research Letters*, 101946.